

Dampak Risk Aversion, Nilai Tukar dan Aliran Modal Asing terhadap Return Bursa Efek Indonesia (BEI)

Isthafan Najmi*¹, Rizal Ansari², Bukhari Usman², Edi Saputra³, Yuni Ayu Safitri², Muhammad Ananda Rizki²

¹⁾ Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Abulyatama, Jl. Blang Bintang Lama
Km 8,5 Lampoh Keude Aceh Besar,

*Email Korespondensi: isthafannajmi@abulyatama.ac.id

Abstract: *This study investigates the effect of global risk aversion, changes in exchange rates, and foreign capital flows on Indonesian stock returns. We analyze the data collected from a sample of 170 businesses with a total of 202392 observations listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2017 to 2021. After examining the Stationarity, J-statistic, and Arleando bond characteristics, we applied the Difference-generalized methods of moment (D-GMM) model. We find that global risk aversion has a significant positive impact on stock return movements in contemporaneous and lag periods, and the finding is in line with existing behavioral finance theory. As for other findings, we discovered that stock returns in both the contemporaneous and lag periods were considerably negatively impacted by changes in the exchange rate. This demonstrates that foreign investors will implement a strategy for portfolio rebalancing. Besides, foreign investors apply positive trading feedback where the flow of foreign capital significantly has a positive impact on stock returns in the contemporaneous and lag periods. This result has implications for the overflow of foreign capital flows, trading strategies, asset pricing, and portfolio rebalancing by foreign investors in the Indonesian stock market.*

Keywords : *Return, Global Risk aversion, Exchange rate, foreign flows, Panel GMM*

Abstrak: Studi ini mengeksplorasi pengaruh risk aversion global, perubahan nilai tukar, aliran modal asing pada return saham Indonesia. Kami menganalisis data yang dikumpulkan dari sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2017 hingga 2021 terdiri dari 170 perusahaan dengan total observasi 202392. Setelah memeriksa karakteristik stasioneritas, j-statistic dan arleando bond, kami menerapkan model Difference-generalized methods of moment (D-GMM). Kami menemukan bahwa risk aversion global memiliki dampak signifikan positif pada pergerakan return saham pada periode *contemporaneous* dan *lags*, dan temuan ini sejalan dengan teori keuangan perilaku yang ada. Sedangkan kami menemukan hasil berbeda dimana perubahan nilai tukar signifikan negatif terhadap return saham pada periode *contemporaneous* and *lags*. Hal ini menunjukkan investor asing akan melakukan strategi *rebalancing* portofolio. Disisi yang lain, investor asing menerapkan *feedback trading* positif dimana aliran modal asing signifikan positif memengaruhi return saham pada periode *contemporaneous* dan *lags*. Hasil ini berimplikasi pada limpahan aliran modal asing, strategi perdagangan, penetapan harga aset dan *rebalancing* portofolio dilakukan investor asing pada pasar saham di Indonesia.

Kata kunci : *Return, Global risk aversion, Nilai Tukar, Aliran Modal asing, Panel GMM*

Perilaku investor asing di pasar saham negara berkembang sangat sensitif terhadap ketidakpastian global dan domestik. Ketidakpastian global mendorong investor asing untuk melakukan rebalancing portofolionya di pasar saham negara berkembang karena berkaitan dengan capital inflow dan capital outflow yang diinvestasikan (Nakamura dan Steinsson, 2018). Namun, perbedaan besar dalam aliran modal yang diinvestasikan di pasar saham tergantung dari seberapa besar risk aversion akan ditanggung (Bocciol "et al.". 2017). Beberapa studi terdahulu menemukan risk aversion positif (negatif) akan meningkatkan (menurunkan) harga saham di negara berkembang (Cho dan Cho, 2018; Fassas "et al.". 2020). Penelitian Demirer "et al.". (2018) menemukan bahwa global risk aversion memiliki peranan dalam meningkatkan dan menurunkan aliran modal asing di pasar saham negara berkembang.

Indonesia mengadopsi fleksibilitas sistem nilai tukar, setiap ketidakpastian perekonomian sensitif terhadap perubahan nilai tukar domestik yang mengarah pada strategi investor asing dalam berinvestasi di pasar saham (Rahman, 2021). Pendekatan flow-oriented digagas oleh Dornbusch dan Fischer (1980), dimana perubahan nilai tukar positif terkait dengan import dan ekspor dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar riil. Sedangkan pendekatan portfolio-balance yang digagas oleh Frankel (1983) dan Branson dan Henderson (1985), perubahan nilai tukar negatif memengaruhi harga saham melalui mekanisme pasar, dimana investor asing menyeimbangkan kembali portofolionya (Boako "et al.". 2015). Beberapa studi terdahulu menemukan perubahan nilai tukar berdampak pada meningkatnya (menurunkan) kinerja perusahaan yang mengarah pada peningkatan (penurunan) harga saham (Bahmani-Oskooee dan Saha, 2018; Tiryaki "et al.". 2019; Ahmed, 2020). Meningkatkan permintaan uang oleh investor asing karena optimism, market timing dan return secara tidak langsung akan berdampak pada terapresianya nilai tukar domestik.

Faktor investor asing memainkan peranan dalam mendorong harga saham naik jauh dari nilai fundamentalnya, sehingga menciptakan gelembung harga aset. Sedangkan penjualan saham tiba-tiba menyebabkan penurunan harga saham, sehingga memicu kepanikan investor lain dan kehancuran finansial (Kim dan Wei, 2002; Jeon dan Moffett, 2010). Lebih eksplisit, aliran portofolio asing tampaknya relevan dengan hipotesis umpan balik positif dan negatif, dimana terkait dengan risiko, dan strategi momentum, transmisi informasi, pembentukan harga aset, dan diversifikasi portofolio internasional (French dan

Vishwakarma, 2013). Beberapa literatur terdahulu menemukan investor asing menggunakan feedback trading positif dengan meningkatkan aliran investasinya sehingga meningkatkan return saham (French dan Li, 2017; Ansari "et al.". 2020; dan kartel "et al.". 2022). Sedangkan peneliti lain menemukan investor asing menggunakan feedback trading negatif dimana mereka menjual saham tiba-tiba untuk rebalancing portofolio yang menyebabkan penurunan harga saham (Adaoglu dan Katircioglu, 2013; Baba dan Sevil, 2021).

Literatur terdahulu telah mendokumentasikan bahwa spillover effect perilaku risk aversion investor menyebabkan dinamika harga asset dan ketidakstabilan pasar saham negara berkembang (Prokopczuk dan Simen, 2014; Liang "et al.". 2020; Zhang dan Li 2021; Chen "et al.". 2021; Bakaert "et al.". 2021). Fluktuasi nilai tukar disebabkan oleh ketidakpastian perekonomian global dan kebijakan makroekonomi akan ditransmisikan pada ketidakstabilan nilai tukar sehingga mengarah pada strategi investor asing dalam melakukan investasi di pasar saham Indonesia (Rahman, 2021). Sedangkan pengaruh dari aliran modal asing akan berbeda baik dalam jangka pendek dan jangka panjang tergantung optimism investor, negara penerima, keterbukaan, dan kualitas kelembagaan (Bostanci dan Yilmaz, 2020; Ansari, "et al.". 2020: kartal., 2022).

Pasar saham Indonesia merupakan salah satu pasar saham yang prospek potensial untuk berinvestasi dalam jangka panjang. Ketika ketidakpastian global meningkat investor asing masih memiliki 41.18% kepemilikan dipasar saham Indonesia (Ksei, 2021). Dengan kepemilikan asing yang besar menunjukkan pasar saham Indonesia masih rentan terhadap penarikan aliran modal asing tiba-tiba. Pada pasar saham, selain faktor kinerja perusahaan dan transaksi investor di pasar saham, faktor ketidakpastian global dan domestik harus di pertimbangkan (Danila "et al.". 2021). Berdasarkan fakta-fakta diatas, kami ingin menguji pengaruh global risk aversion, perubahan nilai tukar, aliran modal asing terhadap return saham pada bursa efek Indonesia (BEI).

KAJIAN PUSTAKA

Global Risk Aversion dan Return

Semua informasi yang tersedia di pasar saham secara substansial memengaruhi perilaku risk aversion investor. Investor asing dalam berinvestasi di pasar saham negara berkembang akan menentukan strategi terkait tingkat risk appetite akan memengaruhi keputusan investasinya (Zhang dan Lin, 2019). Dengan demikian keputusan investasi

investor asing di pasar saham sangat dipengaruhi oleh risk aversion (Akarsu dan Süer, 2022). Hasil temuan Demirer dan Zhang (2019) peningkatan kinerja perusahaan dan return saham berdampak signifikan positif pada perubahan optimism investor asing terkait risk aversion. Investor ingin memaksimalkan keuntungan dan mengalokasikan dana sesuai dengan kemauannya dalam mengambil risiko, sehingga aliran modal dari setiap aset dalam portofolio akan dipengaruhi oleh penghindaran risiko dari investor (Zhang dan Pan, 2021).

Penghindaran risiko, sebagai perilaku investor dalam berinvestasi di pasar saham yang berperan dalam pergerakan harga saham, manajemen risiko, dan aliran modal asing yang bergerak ke negara berkembang (Bekaert dan Hoerova, 2014). Beberapa studi terbaru menemukan bahwa risk aversion global berdampak positif pada pergerakan harga saham di pasar negara berkembang siklus keuangan arus modal terkait dengan penghindaran risiko global (Dai dan Chang, 2021; Wu "et al.". 2022). Risk aversion investor yang positif karena kondisi pasar yang menguntungkan mendorong peningkatan investasi mereka di pasar saham karena return yang akan diterima dimasa depan (Fassas "et al.". 2020). Penelitian Xu (2017) menemukan global risk aversion berpengaruh positif pada pasar saham negara Afrika Selatan dan Turki. Oleh karena itu, kami menyusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Global risk aversion signifikan positif memengaruhi return saham

Nilai Tukar dan return

Pengaruh perubahan nilai tukar terhadap pergerakan harga saham dalam diversifikasi portofolio menjadi penting karena ketidakpastian suatu negara dan global (Stillwagon dan Sullivan, 2020). Nilai tukar secara endogen mendorong perubahan harga saham melalui mekanisme pasar terkait permintaan dan penawaran oleh investor asing dalam berinvestasi di pasar saham (Moore dan Wang, 2014; Chkili dan Nguyen, 2014). Investor asing yang optimis terhadap kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan aliran modal asing yang diinvestasikan menyebabkan nilai tukar domestik terapresiasi sehingga berdampak pada return saham (Ahmed, 2020). Penelitian Leung "et al.". (2017) menemukan perubahan nilai tukar berpengaruh positif terhadap return saham.

Pasar saham rentan terhadap perubahan nilai tukar yang memengaruhi investor dalam berinvestasi. Perubahan nilai tukar menjadi acuan dalam memperoleh return dan

resiko yang harus di timbulkan (Parsva dan Tang, 2017). Dalam jangka pendek dan panjang return saham cenderung dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar karena permintaan investor asing berinvestasi dipasar saham (Leung "et al.". 2017). Beberapa peneliti terdahulu menemukan pengaruh positif nilai tukar terhadap return saham dalam periode *contemporaneous* dan *lags* (Bahmani-Oskooee dan Saha, 2018; Caporale "et al.". 2017; Ahamd, 2020). Penelitian Naresh "et al.". (2018); Tiryaki "et al.". (2019) juga menemukan efek *spillover* perubahan nilai tukar positif memengaruhi pada return saham. Oleh karena itu, kami menyusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2: Perubahan nilai tukar signifikan positif memengaruhi return saham

Aliran modal asing dan return saham

Setelah krisis keuangan 2008 serangkaian kebijakan quantitative easing (QE) oleh Federal Reserve untuk memulihkan perekonomian yang merubah perilaku investor dalam berinvestasi (Ansari "et al.". 2020). Hal ini mendorong aliran masuk modal asing ke pasar saham negara berkembang sehingga secara positif mempengaruhi pergerakan harga saham (Miyakoshi "et al.". 2017). Selain itu, aliran modal asing mengarah pada stabilitas pasar keuangan dan likuiditas (Nauafa "et al.". 2019). Penelitian (Anggitawati dan Ekaputra, 2020) menemukan peningkatan aliran modal asing dalam jangka panjang signifikan positif dipasar saham karena investor asing membeli saham-saham perusahaan yang berkinerja baik dan likuiditas tinggi, kapitalisasi pasar, karena optimisme positif akan return didapatkan (Hau dan Rey, 2006).

Beberapa literatur terdahulu mempelajari aliran modal asing memengaruhi pergerakan harga saham (French dan Li, 2017; Yan dan Wang, 2018; Arroisi dan Koesrindartoto, 2019; Ansari "et al.". 2020). Secara keseluruhan, mereka menemukan bahwa aliran ekuitas asing signifikan positif mempengaruhi return pasar saham baik pada periode *contemporaneous* dan *lags*. Investor asing bereaksi terhadap sinyal positif dengan melakukan pembelian daripada menjual saham sehingga meningkatkan likuidasi saham dan mendorong peningkatan harga saham (Dvořák, 2005; Albuquerque "et al.". 2009). Hal ini terkait perubahan *risk aversion* dan preferensi return masa lalu sehingga mendorong aliran masuk modal asing secara positif mempengaruhi return (Miyakoshi "et al.". 2017). Oleh karena itu, kami menyusun hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2: Aliran modal asing signifikan positif memengaruhi return saham

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengkaji pengaruh risk aversion global, perubahan nilai tukar dan aliran modal asing terhadap return saham di Bursa Saham Indonesia (BEI) menggunakan data harian. Penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dengan memilih saham-saham yang aktif diperdagangkan oleh investor asing. Total perusahaan yang ditransaksikan oleh investor asing dari tanggal 3 Januari 2017 hingga 30 Desember 2021 sejumlah 170 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan proksi *global risk aversion* yang dikembangkan oleh Bekaert "et al.". (2020), di mana variasi antar waktu sebagai preferensi risiko di pasar keuangan dan ketidakpastian ekonomi. *Global risk aversion* dikonstruksi dari enam instrumen keuangan yang diamati pada frekuensi harian, yaitu *the credit spread, term spread, a detrended dividend yield, realized and corporate bond return variance, and risk-neutral equity return variance*. Data *global risk aversion* diperoleh dari <https://www.nancyxu.net/risk-aversion-index>. Sedangkan untuk variabel return, nilai tukar, aliran modal asing, return ihsg, dan return obligasi Indo tenor 1 tahun memperoleh datanya dari Thomson Reuters.

Penelitian ini mengikuti persamaan return yang digunakan oleh Anggitawati dan Ekaputra (2020) sebagai berikut:

$$Return = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (1)$$

Untuk perhitungan perubahan nilai tukar penelitian ini mengikuti persamaan yang digunakan oleh Syahri dan Robiyanto (2020) sebagai berikut:

$$Exchange\ rate = \frac{USD/IDR_t - USD/IDR_{t-1}}{USD/IDR_{t-1}} \quad (2)$$

Sedangkan untuk aliran modal asing kami mengikuti persamaan yang digunakan oleh (French dan Li; 2017; Anggitawati dan Adi Ekaputra, 2020) sebagai berikut:

$$Aliran\ portofolio\ asing = \frac{Total\ pembelian_t - Total\ penjualan_t}{Volume\ transaksi_t} \quad (3)$$

Dalam pemodelan empiris, kami terlebih dahulu melakukan pengujian kami menerapkan stasioneritas pada data penelitian untuk memastikan bahwa model tidak bias. Penelitian ini menggunakan Difference-Generalized Methods of Moment (D-GMM) yang diinisiasikan oleh Arellano dan Bond (1995). Oleh karena itu model umum sebagai berikut:

$$y_{it} = \alpha y_{i,t-1} + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

dimana y_{it} adalah variabel dependen, $y_{i,t-1}$ adalah lag variabel dependen, x_{it} adalah matriks variabel independent, dan ε_{it} adalah standar eror. Kami juga menambahkan return ihsg, dan return bond Indonesia sebagai variabel instrument pada setiap fungsi persamaan. Pada penelitian ini dirumuskan pada persamaan berikut:

$$return_{it} = \alpha_0 return_{i,t-1} + \alpha_1 global\ risk\ aversion_{it} + \alpha_2 nilai\ tukar_{it} + \alpha_3 aliran\ modal\ asing_{it} + \alpha_4 return\ ihsg_{it} + \alpha_5 return\ obligasi\ Indonesia_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Setiap estimasi GMM kami melakukan dua regresi dua tahap. Sementara itu, Penggunaan estimator GMM first difference perlu dilakukan overidentifikasi ortogonalitas J-statistik antar variabel oleh tes diagnostik orde pertama dan kedua dalam residual tes AR(1) dan AR(2).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Statistik dan Autokorelasi

Pada tabel 1 menunjukkan statistik deskriptif untuk semua variabel (data harian) yang digunakan dalam penelitian ini selama periode 2017-2021. Rata-rata return saham bursa saham Indonesia (BEI) sebesar 0.0005 dan standar deviasi yang besar dari pada rata-rata return ihsg sebesar 0.0114 dan return obligasi Indo sebesar 0.0238. return pasar saham maksimum sebesar 34.1357 dan minimum sebesar -1.0000. Disisi lain, maksimum return ihsg sebesar 0.1019 dan minimum sebesar -0.1677. Sedangkan maksimum return bond indo sebesar 0.1019 dan minimum sebesar -0.1076. secara komparatif menunjukkan berinvestasi pada Bursa efek Indonesia lebih menguntungkan sehingga menjadi referensi investor asing. Total observasi penelitian ini adalah 202392. Hasil statistik skewness untuk variabel aliran modal asing dan return ihsg negative, tetapi untuk variabel lain positif.

Tabel 1. Deskriptif Statistik dan Autokorelasi

	Mean	SD	Min	Max	Skewness	Observasi
Panel A: Ringkasan statistik deskriptif						
Return	0.0005	0.0901	-1.0000	34.1357	289.6950	202392
Risk aversion global	2.0438	0.4811	1.1677	4.6058	2.2075	202392
Nilai Tukar	0.0057	0.3970	-2.7500	4.570000	1.5494	202392
Aliran Modal Asing	-0.0263	0.2730	-1.0000	1.0000	-0.0314	202392
Return Ihsg	0.00009	0.0114	-0.1677	0.1019	-2.4383	202392
Return Obligasi Indo	-0.0003	0.0238	-0.1076	0.2387	2.8372	202392
Panel B: matriks korelasi						
	Return	Risk aversion global	Nilai Tukar	Aliran Modal Asing	Return Ihsg	Return Obligasi US
Return	1					
Risk aversion	-0.0025	1				
Nilai Tukar	-0.0514	0.0352	1			
Aliran Modal Asing	0.0388	-0.0368	0.0024	1		
Return Ihsg	0.0545	-0.0368	-0,3508	0.0005	1	
Return Obligasi Indo	-0.0024	0.0089	0,0139	0,0206	0,0206	1

Sumber: data diolah, 2022

Sementara itu, Pada panel B menyimpulkan koefisien korelasi sederhana menyediliki hubungan *contemporaneous* dan *lags* antara variabel independent dan dependen. Return saham memiliki hubungan negative dengan risk aversion dan perubahan nilai tukar, tetapi return saham dan aliran modal asing memiliki hubungan positif, hal ini menunjukkan bahwa masuknya investor asing akan meningkatkan likuidasi dan harga saham. Kami memasukan variabel return ihsg dan return bond Indonesia untuk mendapatkan hasil estimasi lebih reliabel dan valid dengan karena menjadi preferensi investor asing dalam berinvestasi dipasar saham Indonesia.

Pengujian Stationer

Sebelum mengestimasi panel first difference generalized method of moments, terlebih dulu dilakukan pengujian uji stationer, probabilitas J-statistic dan Ada dua jenis uji spesifikasi yaitu uji Hansen dan uji Arrellano-Bond (AR). Kami melakukan uji unit root tes pada tingkat level dan first difference dengan metode Levin-Lin-Chu (LLC) secara umum, dan sedangkan secara individu menggunakan uji Im-Pesaran-Shin.

Tabel 2. Uji stationeritas

	Level		First difference	
	LLC	IPS	LLC	IPS
Return	--586.674***	497.282***	--1037.07***	-873.263***
Risk aversion global	14.6477	11.9247***	-576.029***	-555.295***
Nilai Tukar	-511.859***	433.167***	-1087.72***	-911.709***
Aliran Modal Asing	-353.784***	308.445***	-943.156***	-795.876***
Return Ihsg	-587.350***	492.914***	-997.283***	-834.260***
Return Obligasi Indo	-782.440***	655.986***	-1252.01***	--1046.54***
Keterangan: *** signifikan pada 1%. LLC adalah Levin-Lin-Chu. IPS adalah I'm Pesaran_Shin.				

Sumber: data diolah, 2022

Berdasarkan tabel 2 melaporkan bahwa hanya variabel *global risk aversion* tidak stationer pada level berdasarkan pengujian Levin-Lin-Chu (LLC), tapi stationer dengan pengujian Im-Pesaran-Shin (IPS). Selain itu, untuk semua variabel signifikan pada 1%. Berdasarkan pengujian stationeritas penelitian ini akan memberikan hasil lebih valid dalam hasil estimasi.

Hasil dari pengujian GMM Panel First Difference

Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan hasil regresi dan uji spesifikasi GMM panel first difference. Hasil pengujian autokorelasi tidak signifikan pada orde dua AR (2) dengan nilai probabilitas sebesar 0,732. Sedangkan pengujian overidentifikasi ortogonalitas J-statistik terpenuhi dengan probabilitas 0,0000 terpenuhi. Sehingga model GMM first difference dapat diestimasi dan hasil regresi dapat diinterpretasikan. Peningkatan nilai koefisien *global risk aversion* pada periode *contemporaneous* sebesar 0.0463 dan *lags* 0.0194 menyebabkan peningkatan satu poin persentase pada return saham yang secara statistik signifikan. Nilai tukar secara statistik signifikan dengan koefisien sebesar -0.0069 pada periode *contemporaneous* dan -0.0051 pada periode *lags*, penurunan satu basis poin persentasi nilai tukar menyebabkan penurunan return saham sebesar -0.0069 dan -0.0051. Sedangkan aliran modal asing memiliki koefisien positif signifikan secara statistik memengaruhi return saham. Pada periode *contemporaneous* sebesar 0.0216 dan *lags* sebesar 0.0156, yang berarti peningkatan dalam aliran modal asing menyebabkan

peningkatan 0.0433 dan 0.0433 satu poin persentase pada return saham.

Hipotesis pertama yang menguji pengaruh risk aversion terhadap return saham, diterima pada periode *contemporaneous* dan *lags*. Hasil ini konsisten dengan temuan (Demirer dan Zhang, 2019; Fassas "et al.". 2020). *Global Risk aversion* merupakan faktor pendukung dari peningkatan investasi asing dipasar negara berkembang. Koefisien positif sejalan dengan perilaku investor asing berinvestasi di pasar saham, semakin optimis akan return yang akan dihasilkan maka akan mengalihkan aliran investasi ke pasar saham yang memberikan return lebih tinggi dan kinerja lebih menguntungkan. Perubahan perilaku investor berbasis emosi dan fungsi utilitas yang didorong oleh rasa optimisme berfungsi sebagai pendorong utama dalam mendapatkan keuntungan yang di harapkan (Guiso "et al.". 2018).

Tabel 3. Hasil GMM first difference

	Koefisien	Standar error	T – stat
Panel A: Regression results			
Return _{it-1}	0.0072	0.0054	1.3251
Return _{it-2}	-0.4957	0.0023	-210.2648
Risk Aversion Global _{it}	0.0463	0.0054	8.5523***
Risk Aversion Global _{it-1}	0.0194	0.0046	4.1377***
Nilai Tukar _{it}	-0.0069	0.0007	-9.7419***
Nilai Tukar _{it-1}	-0.0051	0.0006	8.3253***
Aliran Modal Asing _{it}	0.0216	0.0011	18.1273***
Aliran Modal Asing _{it-1}	0.0156	0.0010	15.1616***
Return Ihsg _t	0.3070	0.0230	13.2991***
Return Ihsg _{t-1}	0.2596	0.0199	13.0033
Return Obligasi Indo _t	0.0075	0.0095	-0.7858
Return Obligasi Indo _{t-1}	-0.0070	0.0082	-0.8580
Panel B: Specification tests			
AR(1) stat.		-54,5338	
AR(1) prob.		0,0000	
AR(2) stat.		0,3013	
AR(2) prob.		0,732	
J statistics.		116.9512	
J statistics prob.		0,0000	

Sumber: data diolah, 2022

Tabel ini melaporkan regresi metode umum momen (SYS-GMM). Panel A menunjukkan koefisien dan t-statistik dalam tanda kurung. Panel B menunjukkan pengujian spesifikasi seperti statistik Arellano-Bond (AR), dan J.Stat *, ** dan *** masing-masing menunjukkan signifikan pada 10%, 5%, dan 1%.

Meskipun tidak terpenuhi untuk hipotesis ketiga, hasil kami menunjukkan nilai tukar signifikan negatif terhadap return saham periode *contemporaneous* dan *lags*. Hasil ini berbeda dengan temuan (Bahmani-Oskooee dan Saha, 2016), tetapi selaras dengan temuan (Ahmed, 2020; Wong, 2021). Koefisien negatif mendukung teoritis keseimbangan portofolio yang dibangun oleh Branson (1983) dan Frankel (1983). Hasil ini menjadi menarik bagi investor untuk berinvestasi di pasar saham Indonesia, dimana dalam ekuilibrium jangka panjang mendorong aliran modal asing masuk ke Indonesia karena mencari peluang yang menguntungkan dan *rebalancing* portofolio karena depresiasi mata uang dollar terhadap rupiah (Lin, 2012; dan Tsai, 2012). Dalam jangka pendek investor asing akan menjual saham-saham yang kinerja menurun dan membeli saham yang kinerja menguntungkan sehingga untuk sementara akan menurunkan harga saham (Salisu dan Ndako, 2018).

Selain mendukung hipotesis ketiga, temuan ini mengkonfirmasi perdagangan umpan balik positif asing dan strategi momentum (Onishchenko dan Ülkü, 2019). Karena investor asing cenderung bereaksi berlebihan terhadap sinyal atau informasi baru. Lebih lanjut, investor menginvestasikan modalnya pada saham-saham yang kinerja baik dimasa lalu dan prospek dimasa akan datang sehingga mendorong aliran modal asing masuk yang mengarah pada peningkatan harga saham (Anggitawati dan Ekaputra, 2020). Untuk memaksimalkan diversifikasi internasional, investor asing cenderung menerapkan strategi momentum, *return chasing* dan resiko nilai tukar sehingga mereka membeli saham yang berkinerja sangat baik.

SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menemukan bahwa *global risk aversion* signifikan memengaruhi return saham baik pada periode *contemporaneous* dan *lags*. Hal ini menunjukkan bahwa penghindaran risiko global adalah penentu signifikan dari limpahan aliran modal asing ke pasar saham Indonesia. korelasi ekuitas internasional, secara konsisten di semua pasar negara berkembang yang diperiksa. Sedangkan, perubahan nilai tukar negatif dapat digunakan oleh investor untuk *rebalancing* portofolio karena menyesuaikan eksposur risiko perubahan mata uang terhadap portofolio mereka dengan menjual saham-saham yang kinerja menurun dan membeli saham-saham yang kinerja keuangan meningkat. Disisi lain, masuknya aliran modal asing berdampak signifikan pada peningkatan return saham pada

periode *contemporaneous* dan *lags*. Selain itu, untuk penelitian selanjutnya dapat membanding antara pasar saham dan pasar obligasi.

DAFTAR KEPUSTAKAAN

- Adaoglu, C. and Katircioglu, S. T. (2013). Foreign investor flows and "blue chip" stock returns", *International Journal of Emerging Markets*, 8 (2), 170-181. <https://doi.org/10.1108/17468801311307037>
- Ahmed, W.M.A. (2020). Asymmetric impact of exchange rate changes on stock returns: evidence of two de facto regimes. *Review of Accounting and Finance*. 19 (2), 147-173. <https://doi.org/10.1108/RAF-02-2019-0039>
- Akarsu, S. dan Süer, Ö. (2022). How investor attention affects stock returns? Some international evidence. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 616-626. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.09.001>
- Albuquerque, R.H. Bauer, G. dan Schneider, M. (2009). Global private information in international equity markets. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 18-46. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.06.008>
- Anggitawati, D. dan Ekaputra, I.A. (2020). Foreign Portfolio Investment Flows and Exchange Rate: Evidence in Indonesia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(2), 260-274. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1496419>
- Ansari, R. Hashfi, R.U. dan Setiyono, B. (2020). Examining Causality Effects On Stock Returns, Foreign Equity Inflow, and Investor Sentiment: Evidence From Indonesian Islamic Stocks. *Indonesian Capital Market Review*, 12(2), 120-136. <https://doi.org/10.21002/icmr.v12i2.1275>
- Arellano, M. dan Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51. [https://doi.org/10.1016/0304-4076\(94\)01642-D](https://doi.org/10.1016/0304-4076(94)01642-D)
- Arroisi, A. dan Koesrindartoto, D.P. (2019). Domestic and Foreign Investor Dynamics in Indonesian Stock Exchange: Evidence from 10 Years High-Frequency Data. *Indonesian Capital Market Review*, 11(1), 58-75. <https://doi.org/10.21002/icmr.v11i1.11176>
- Baba, B. dan Sevil, G. (2021). Bayesian analysis of time-varying interactions between stock returns and foreign equity flows. *Financial Innovation volume*, 7(51). <https://doi.org/10.1186/s40854-021-00267-9>
- Bahmani-Oskooee, M., dan Saha, S. (2018). On the relation between exchange rates and stock prices: a non-linear ARDL approach and asymmetry analysis. *Journal of Economics and*

Finance, 42(1), 112-137. <https://doi.org/10.1007/s12197-017-9388-8>

- Bekaert, G. dan Hoerova, M. (2014). The VIX, the variance premium and stock market volatility. *Journal of Econometrics*, 183(2), 181-192. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2014.05.008>
- Bakaert, G. Engstrom, E.C. dan Xu, N.R. (2021). The Time Variation in Risk Appetite and Uncertainty. *Management Science*. 68 (6), 3975-4004. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.4068>
- Boako, G. Omane-Adjepog, M. dan Frimpong, J.M. 2015. Stock Returns and Exchange Rate Nexus in Ghana: A Bayesian Quantile Regression Approach. *South African Journal of Economics*. Vol 84 (1), 149-179. <https://doi.org/10.1111/saje.12096>
- Bocciol, A. Miniaci, R. dan Pastorello, S. (2017). Return expectations and risk aversion heterogeneity in household portfolios. *Journal of Empirical Finance*. 40, 201-219. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.08.002>
- Branson, W.H. and Henderson, D.W. (1985). The specification and influence of assets markets. Amsterdam; Elsevier Handbook of International Economics.
- Caporale, G. M, Ali, F.M. Spagnolo, F. dan Spagnolo, N. (2017). International portfolio flows and exchange rate volatility in emerging Asian markets. *Journal of International Money and Finance*, 761-15. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.03.002>
- Chkili, W. dan Nguyen, D.K. (2014). Exchange rate movements and stock market returns in a regimeswitching environment: evidence for BRICS countries. *Research in International Business and Finance*, 31, 46-56. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.11.007>
- Cho, C.K. and Cho, T. S. (2018.). On averting negative emotion: remedying the impact of shifting expectations. *Frontiers in Psychology*, Vol. 9(1-9). doi: 10.3389/fpsyg.2018.02121
- Chen, R. Bao, W. dan Jin, C. (2021). Investor sentiment and predictability for volatility on energy futures markets: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 75, 112-129. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.02.002>
- Dai, Z., dan Chang, X. (2021). Forecasting stock market volatility: Can the risk aversion measure exert an important role?. *The North American Journal of Economics and Finance*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101510>
- Danila, N. Kamaludin, K. Sundarasan, S. dan Bunyamin, B. (2021). Islamic index market sentiment: evidence from the ASEAN market. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 12(3), 380-400. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2020-0166>
- Demirer, R. dan Zhang, H. (2019). Industry herding and the profitability of momentum

- strategies during market crises. *Journal of Behavioral Finance*, 20(2), 195-212. <https://doi.org/10.1080/15427560.2018.1505728>
- Dornbusch, R. dan Fischer, S. (1980). Exchange rates and the current account. *American Economic Review*, 70 (5), 960-71. <https://www.jstor.org/stable/1805775>
- Dvořák, T. (2005). Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia. *Journal of Finance*, 60(2), 817-839. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00747.x>
- Fassas, A. Papadamou, S. dan Philippas, D. (2020). Investors' risk aversion integration and quantitative easing. *Review of Behavioral Finance*. 12(2). 170-183. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2019-0027>
- Frankel, J.A. (1983). Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination, Technical report, National Bureau of Economic Research.
- French, J.J. dan Vishwakarma, V.K. (2013). Volatility and foreign equity flows: evidence from the Philippines. *Studies in Economics and Finance*, Vol 30(1). 4-21. <https://doi.org/10.1108/10867371311300919>
- French, J.J. dan Li, W.X. (2017). Sentiment, foreign equity flows, and returns: Evidence from Thailand's stock markets. *Research in International Business and Finance*, 42, 816–831. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.018>
- Guiso, L. Sapienza, P. dan Zingales, L. (2018). Time varying risk aversion. *Journal of Financial Economics*, 128(3), 403-421. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.02.007>
- Hau, H. dan Rey, H. (2006). Exchange rates, equity prices, and capital flows. *Review of Financial Studies*, 19(1), 273–317. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj008>
- Jeon, J.Q. dan Moffett, C.M. (2010). Herding by foreign investors and emerging market equity returns: evidence from Korea. *International Review of Economics and Finance*, 19(4), 698-710. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2010.03.001>
- Leung, H., Schiereck, D., dan Schroeder, F. (2017). Volatility spillovers and determinants of contagion: exchange rate and equity markets during crises. *Economic Modelling*, 61, 169-180. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.12.011>
- Liang C. Tang L. Li, Y. dan Wei, Y. (2020). Which sentiment index is more informative to forecast stock market volatility? Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 71. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101552>
- Kartal, M.T. Ertuğrul, H.M. dan Ulussever, T. (2022). The impacts of foreign portfolio flows and monetary policy responses on stock markets by considering COVID-19 pandemic: Evidence from Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 22(1), 12-19.

<https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.06.003>

- Kim, W., dan Wei, S.J. (2002). Foreign portfolio investors before and during a crisis. *Journal of International Economics*, 56 (1). 77-96. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(01\)00109X](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(01)00109X)
- Miyakoshi, T. Shimada, J. dan Li, K.W. (2017). The dynamic effects of quantitative easing on stock price: Evidence from Asian emerging markets, 2001–2016. *International Review of Economics and Finance*, 49, 548-567. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.03.002>
- Moore, T. dan Wang, P. (2014). Dynamic linkage between real exchange rates and stock prices: evidence from developed and emerging Asian markets. *International Review of Economics & Finance*, 29, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2013.02.004>
- Naresh, G. Vasudevan, G. Mahalakshmi, S. dan Thiyagarajan, S. (2018). Spillover effect of US dollar on the stock indices of BRICS. *Research in International Business and Finance*, 44, 359-368. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.105>
- Nakamura, E. dan Steinsson, J. (2018). High-Frequency Identification of Monetary Non-Neutrality: The Information Effect. *The Quarterly Journal of Economics*, 133(3). 1283-1330. <https://doi.org/10.1093/qje/qjy004>
- Naufa, A.M. Lantara, I.W.N., dan Lau, W.Y. (2019). The impact of foreign ownership on return volatility, volume, and stock risks: Evidence from ASEAN countries. *Economic Analysis and Policy*, 64, 221–235. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2019.09.002>
- Parsva, P. dan Tang, C.F. (2017). A note on the interaction between stock prices and exchange rates in Middle-East economies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 836-844. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.131122>
- Prokopczuk M. dan Simen C.W. (2014). The importance of the volatility risk premium for volatility forecasting. *Journal of Banking & Finance*, 40, 303-320. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.002>
- Rahman, R.E. (2021). Understanding Indonesia's exchange rate behavior. *Studies in Economics and Finance*, 38(2), 189-206. <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2018-0296>
- Stillwagon, J. dan Sullivan, P. (2020). Markov switching in exchange rate models: will more regimes help? *Empirical Economics*, 59(1), 413-436. <https://doi.org/10.1007/s00181-019-01623-6>
- Syahri, A., dan Robiyanto, R. (2020). The correlation of gold, exchange rate, and stock market on Covid-19 pandemic period. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 24(3), 350-362. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v24i3.4621>

- Tiryaki, A. Ceylan, R. dan Erdogan, L. (2019). Asymmetric effects of industrial production, money supply and exchange rate changes on stock returns in Turkey. *Applied Economics*, 51(20). 2143-2154. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1540850>
- Wu, X. Xie, H. dan Zhang, H. (2022). Time-varying risk aversion and renminbi exchange rate volatility: Evidence from CARR-MIDAS model. *The North American Journal of Economics and Finance*, 61. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2022.101703>
- Xu N.R. (2017). Global Risk Aversion and International Return Comovements. Working paper.
- Yan, C. dan Wang, X. (2018). The non-persistent relationship between foreign equity flows and emerging stock market returns across quantiles. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 56, 38-54. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.03.002>
- Zhang, Y.J., dan Lin, J.J. (2019). Can the VAR model outperform MRS model for asset allocation in commodity market under different risk preferences of investors?. *International Review of Financial Analysis*, 66. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.101395>
- Zhang, Y.-J. dan Pan, X. (2021). Does the risk aversion of crude oil market investors have directional predictability for the precious metal and agricultural markets? *China Agricultural Economic Review*, 13(4), 894-911. <https://doi-org.ezproxy.ugm.ac.id/10.1108/CAER-05-2020-0099>